

借鉴成功经验发展大陆 创业投资引导基金

张亦春 王国雄

(厦门大学,福建厦门 361005)

摘要:国内外经验表明,政府设立创业投资引导基金可以有效地发挥杠杆作用,集聚各方资本,提高政府资金效率,推动创业投资事业快速健康发展。本文拟就创业投资引导基金这一全新方式,结合国际成功经验,探讨其在大陆的发展前景。

关键词:创业投资;引导基金;成功经验

中图分类号:F832.48

文献标识码:A

文章编号:1009-3540(2010)12-0009-0003

所谓创业投资引导基金,是指由政府设立并按市场化方式运作的政策性基金,主要通过扶持创业投资企业发展,引导社会资金进入创业投资领域。引导基金具有双重引导作用:一方面,有效引导民间资金设立各类商业性创业投资基金促进创业资本形成;另一方面,引导所扶持的创业投资基金投资处于种子期和起步期的创业企业,弥补一般创业投资基金主要投资于成长期、成熟期和重建期企业的不足。本文拟就创业投资引导基金这一全新方式,首先分析其在大陆的发展现状和未来前景,然后介绍美国、以色列、澳大利亚、台湾四个典型的引导基金发展成功经验,由此提出大陆发展引导基金的政策建议。

一、创业投资引导基金:大陆发展

早在上个世纪90年代,大陆一些省市就开始尝试建立政府主导型创业投资机构,开始探索用创业投资引导基金的方式运作。这一时期的主要做法是由地方政府运用财政资金设立国有创业投资公司,然后通过该公司直接从事创业投资。这一模式并非真正意义上的引导基金,政府财政资金并未起到引导作用。

2005年11月15日,《创业投资企业管理暂行办法》出台,正式提出创业投资引导基金这一概念,“国家与地方政府可以设立创业投资引导基金,通过参股和提供融资担保等方式扶持创业投资企业的设立与发展”。2006年,《国家中长期科学和技术发展规划纲要(2006-2020年)》若干配套政策中进一步指出,“鼓励有关部门和地方政府设立创业风险投资引导基金,引导社会资金流向创业风险投资企业,引导创业风险投资企业投资处于种子期和起步期的创业企业”。与此相配套,大陆财政部、科技部于2007年7月出台了《科技型中小企业创业投资引导基金管理暂行办法》。至

此,大陆创业投资引导基金开始步入快速发展轨道。一些地方政府、科学园区和经济开发区先后设立了引导基金促进本地创业投资发展,如北京海淀区创业投资引导基金、上海浦东新区创业投资引导基金、山西省创业投资引导基金、天津滨海新区创业投资引导基金、苏州工业园区创业投资引导基金等。

为规范创业投资引导基金的进一步发展,2008年10月,《关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》(以下简称《意见》)正式出台。《意见》中明确规定了引导基金的设立与资金来源、管理运作、监管与指导、风险控制和组织实施等事项,大大促进了各地政府对设立引导基金的共识。引导基金的宗旨是发挥财政资金的杠杆放大效应,增加创业投资资本的供给,克服单纯通过市场配置创业投资资本的市场失灵问题。

引导基金的顺利启动在创业投资领域和科技型中小企业中赢得了良好的反响,初步显现出引导效应。据不完全统计,目前大陆已有不少于20个省市建立了引导基金,总规模已达88.5亿元。有学者进行过初步概算,政府若动用100亿元设立引导基金,然后以参股10%为条件支持发起各种种子基金,基金规模可达1000亿元;若种子基金对各创业企业的投资控制在20%以内,则大约可以形成5000亿元的投资规模。引导基金的杠杆放大作用不可小觑。总体而言,大陆创业投资引导基金的发展还处于初级阶段,在实践中难免出现各种偏差和困难。因此,国际成功经验无疑为其提供了重要的借鉴价值。

二、创业投资引导基金:成功经验

(一)美国:小企业投资公司促进计划(SBIC计划)

美国是通过融资担保模式支持创业风险投资发展的典型。1957年,美国推出SBIC计划,通过政府基金

作者简介:张亦春,教授、博士生导师,厦门大学国家金融重点学科学术总带头人,研究方向:金融理论与政策;
王国雄,厦门大学金融学2008级博士研究生,研究方向:金融理论与政策。

来引导民间资金设立“小企业投资公司”这一特定意义上的创业投资基金,旨在帮助处于种子期和初创期的中小企业获得无法从银行和其他私人资本来源渠道得到的权益资本和长期贷款。

SBIC的运行模式:首先对申请投资的中小企业进行严格的筛选,然后采用贷款、债券或股权方式对选定的中小企业进行投资并参与投资后的管理;再经过一定的投资期限后对所投资的创业企业进行价值评估,从而决定是再投资还是退出。SBIC的资金来源主要包括私人资本、政府匹配杠杆资金以及通过发行债券在资本市场上筹集的资金,60%左右的资金投资于处于种子期和初创期的小企业。《小企业投资法》中明确指出,小企业投资公司计划必须保证最大限度地吸引民间资本的参与。这样既解决了政府直接参与投资可能导致的效率和腐败问题,又更好地发挥了政府政策性金融的杠杆放大效应。

SBIC计划的实施,极大地提高了美国创业资本的可获得性。SBIC计划成功造就了硅谷的繁荣,同时也催生了包括英特尔、苹果电脑、联邦快递、耐克、美国在线等一大批世界级创新企业的发展壮大。目前,美国有4000多家创业投资公司,每年为信息技术产业、生物医药等10000多家高科技企业提供资金支持。

(二)以色列:YOZMA基金

1993年成立的YOZMA基金是政府以参股方式支持创业风险投资的典范。YOZMA基金的直接目标:一是为本国建立有竞争力的创业风险投资产业提供创业资本,二是向国外有限合伙人学习创业风险投资经验,三是获得广泛的国际联络网络。政府作为有限合伙人,在创业投资基金中没有投资决策权,以确保基金的商业化运作。如今,YOZMA最初投资的10个小型合作风险投资基金的规模已成倍增长,直接投资于15个项目业绩突出,其中8只基金的合伙人已买断了政府股权^①。

在国内资源和市场都十分有限的情况下,以色列政府采取了“舍弃利益、共担风险”的政策(具体指的是政府与投资者共担风险,却不共享收益,在创业资本基金成功运行6年后,政府将基金中的股份原价出让给其他投资者,即基金运营所得归其他投资者所有),通过设立基金直接出资参与创业风险投资基金的具体运作,并且在成功后主动让利退出,对其创业风险投资的发展起到了关键的作用。目前,以色列的风险投资基金已超过100个,运营资金高达35亿美元。以色列采取的参股引导、让利发展的模式,对于同样受到资金和产业结构调整困扰的国家和地区,特别具有借鉴意义。

(三)澳大利亚:创新投资基金计划(IIF计划)

IIF计划于1997年提出,通过政府基金(总规模为2.21亿美元)引导民间资金设立商业性创业投资基金的方式,促进向处在发展早期的小型新技术企业提供

权益性的创业资本,培育澳大利亚早期技术性的创业资本市场以及具有早期投资经验的创业投资家,促进研究开发成果的商业化。该基金特别突出政府国有资本对创业投资基金的参与和支持,一方面有效地放大了政府国有资本的杠杆作用,尽可能地吸引大量社会资本参与到创业投资行业,另一方面通过政府的介入有效地降低了社会投资者参与创业投资的风险,提高了商业资本的收益。

为切实起到引导民间资金参股设立商业性创业投资基金的作用,政府采取了让利于民的激励措施。例如规定最终利润中仅有10%归政府所有,剩余的90%按8比2的比例在私人投资者和基金管理人之间进行分配。在政府支持的商业性创业投资基金的示范作用下,澳大利亚的创业投资基金增长较快。相关数据显示,IIF计划在实施的近十年内,共成立了9个基金,且每个基金规模在3000-5000万美元之间,投资行业主要集中在通讯、生物科技、信息技术,取得良好效果。

(四)台湾:创业投资种子基金^②

台湾地区风险投资业虽然起步较晚,但现在已是全球创业投资最为活跃的地区之一。这其中自然不能忽略创业投资种子基金的推动作用。行政开发基金和国资银行曾于1985年、1991年、1997年、2001年先后筹设了四期种子基金,分别为新台币8亿元、16亿元、20亿元、300亿元,用以支持台湾地区创业投资事业的发展。初期主要投资于石化工业、半导体工业,近年来则配合“挑战2008:‘国家’发展重点计划^③”以及政府相关产业政策,主要投资于十大新兴产业,如资讯、通讯、航太、生物科技工业等。截至2007年10月,行政开发基金已拨款投资53家创业投资基金,带动岛内外创业投资基金802.52亿新台币。

创业投资种子基金的运行模式也是典型的参股(但不控股)支持模式:种子基金向私人商业资本组成的创业投资基金提供资金支持(参加投资之股权比例以全部官股不超过49%为原则);投资基金在政府授权机构设定的投资范围内(特别是政府鼓励的科技项目)自主选择投资项目,经相关部门审核同意后即可进行投资;等投资目标达成后,种子基金即转让股权于民间,回收资金循环运用。在创业投资种子基金的扶持和引导下,台湾创业投资快速发展并成功地支持了高科技产业的发展。

(五)经验小结

综上所述,在创业投资发展初期,通过政府供给资本弥补创业资本不足是通行的做法。虽然各个国家或地区的宏观基本面有所不同,但都体现出一些共同规律:(1)引导基金的支持方式主要是参股和提供融资担保;(2)支持对象都是商业性创业投资企业,而不是直接支持创业企业;(3)引导基金一般不干预所支持创业投资企业的具体经营;(4)为有效引导民间资金参与,

引导基金在收益分配上采取让利于民。

三、创业投资引导基金:政策建议

基于高新技术产业本身蕴含的高风险以及对一国经济的巨大推动作用,再加上创业投资与高新技术产业发展的密切关系,政府往往是发展创业投资的积极倡导者和大力支持者。通过政策性创业投资引导基金的杠杆放大作用,有效地引导民间资金进入创业投资这一高风险领域,既活跃了民间资本,又解决了科技型中小企业融资难的问题。政府提供财政资金进入创业投资领域,是以引导和放大民间资金效应为首要目标,而不是追求高回报;而社会资金作为商业性投资主体,主要考虑的是盈利。因此,在操作过程中,如何平衡好“引导基金的政策导向与社会资金的盈利要求”的关系至关重要。

(一)投资方向问题

即便在创业投资发达的国家,如果缺乏必要的激励机制,创业资本也基本上聚集在企业发展的成熟期和传统产业,高科技企业因风险大往往得不到资金支持。目前大陆创业投资主要集中于成长期和扩张期。因此,引导基金的作用就是要发挥财政资金的杠杆放大效应,增加创业早期的资本供给。

《意见》中明确指出,引导基金本身不直接从事创业投资业务,而主要是通过引导所扶持的创业投资基金投资处于种子期、起步期等创业前期的创业企业,引导基金不用于市场已经充分竞争的领域,不与市场争利。对于引导基金所扶持的子基金的具体投资对象,没有明确的限制。因此在实践中,应当因地制宜、因时制宜,配合产业升级机遇和政府相关政策,鼓励投资于创业早期企业或需要政府重点扶持和鼓励的高新技术等产业领域的创业企业。

(二)要素分配问题

一是国有资本和社会资本之间的投入比例问题。国际上成功的引导基金都事先对这一比例进行了规定。例如 SBIC 规定私人资本和政府资本之间的比例,一般为 1 比 2(对于一些私人资本不超过 1500 万美元的,比例还可扩大为 1 比 3);IIF 计划亦规定政府国有资本与私人资本的匹配比例不能超过 2 比 1。而《意见》中并未明确规定政府的国有资本与社会资本之间的比例匹配问题。笔者认为,大陆也可以借鉴国外的成功经验,在引导基金设立之初对这一比例问题予以规定,从而最大化引导作用。

二是国有资本和社会资本之间的利润分配问题。这就涉及到社会资本参与创业投资的积极性。毕竟,要让社会资本有动力参与高风险的创业投资,相对应地,必须提供一个有足够吸引力的收益,从而激励社会资本的投入。根据国际上的成功经验,引导基金在收益分配上大多采取让利于民。大陆也可以从中借鉴,例如设定一个政府的固定收益率,剩余的超额收益归社会资

本所有。

(三)委托代理问题

间接性是引导基金的本质特征。这自然就产生了委托代理问题:(1)投资人与引导基金的委托代理问题;(2)引导基金与创投基金的委托代理问题;(3)创投基金与创业企业的委托代理问题。经过这样的层层委托,由于信息不对称,必然加大了引导基金的投资风险,特别是关系到政府国有资本的安全性问题。

根据国际成功经验,建立一个专业的事业管理局或政府独资公司等政策性基金管理组织,如美国中小企业管理局、以色列 YOZMA 公司等,来围绕公共政策目标设计一系列治理制度和监管制度,包括政府资金使用方向、重大投资决策、运营监督等。因此,作为引导基金的重要出资人,大陆政府也应当指定相应的独立部门对引导基金运作过程中的重大事件实行监管和指导,并按照公开性原则,建立有效的绩效考核制度,定期对引导基金政策目标、政策效果及其资产情况进行评估,并接受社会对引导基金的监督。

(四)运作模式问题

《意见》中指出,引导基金应按照“政府引导、市场运作、科学决策、防范风险”的原则,主要通过参股、融资担保、跟进投资及其他方式进行投资运作。

美国的融资担保支持模式有很好的杠杆放大效应,但在其运作初期,很多小投资公司因为还本付息的压力而纷纷倒闭。因此在资本市场欠发达的环境下,政府为引导基金作发债融资担保不太可行,但通过贴息补偿、注资提升骨干创业风险投资机构的债权融资能力,可以切实保证引导基金的成功运作。以色列、澳大利亚、台湾的引导基金采取的是由政府直接参股支持而后让利退出的方式,在创业风险投资发展的初级阶段更能起到关键性的支持作用。但是若长期沿用此种方式,也容易发生过分的行政干预而造成市场扭曲。根据目前的情况,笔者认为参股模式更加适合大陆创业投资的发展。

(五)政府退出问题

风险投资的退出是风险投资成败与否的关键所在。政府参与设立引导基金,最终是要实现退出。这就关系到一个退出时机的选择,进而又取决于产业的生命周期、政府的政策目标。一般而言,创业资本的存续周期大致为 10 年,与产业的成长期大致相当。当其所引导扶持设立的子基金所投资的创业企业发展稳定之后,国有资本就可以考虑逐步退出。

至于退出方式的选择,国有资本可通过转让、上市等方式实现增值和退出。目前股权转让依然是大陆风险资本主要退出方式^④。大陆目前虽已推出中小企业板和创业板,但作用有限。台湾创业投资不仅有主板市场的支持,还有证券柜台买卖中心,其中证券柜台买卖中心还设立了第二类股票市场^⑤。因此,促进多层次资本

金融市场高维相关性研究

胡祖辉

(华中科技大学管理学院,湖北武汉 430074)

摘要:金融市场间的相关性不仅受到两个市场间的作用,其它市场对相关性结构的影响也是不可忽略的。本文综合考虑两种作用,对研究中经常使用到的高维 T-Copula 函数提出一种新的迭代估计方法,同时估计多个市场或资产间的相关性结构。数值结果和实例研究表明,该估计方法具有一定的精度和计算效率,对相关性结构分析和金融危机传染研究具有一定的启示作用。

关键词:相关性分析;高维 T-Copula 函数;迭代估计

中图分类号:F832.1

文献标识码:A

文章编号:1009-3540(2010)12-0012-0003

金融资产间的相关性在资产多元化和风险管理中具有相当重要的作用。考察各国股市间的相关性,特别是金融危机爆发前后的相关性,对于构建合理的分散化投资组合和分析市场稳定性都有着重要的意义(Rodriguez,2007)。然而,市场的相关性不仅受到两个市场力量的直接作用,其它市场的间接影响也不可忽

视。这要求相关性估计和诊断模型能够综合考虑各种因素,将多个市场对相关性结构的影响综合到一个框架中。

一、文献综述

所谓相关性结构是一类具有特殊性质的半正定对称性矩阵。现有文献研究大多仅仅考虑了两个市场间

作者简介:胡祖辉,华中科技大学管理学院金融工程博士研究生。

市场的完善和成熟,建立一套灵活高效的风险资金退出机制是未来大陆资本市场的努力目标。

对于国有资本而言,其在创业投资中主要发挥引导、信用支持以及杠杆放大三大作用。随着国有资本在创业投资领域的不断退出,国有资本间接持股的地位不断弱化,最终市场的作用逐渐增强,社会资本的比重逐渐增大,直至形成以社会资本为主的格局。

四、结论

目前,大陆各省市的引导基金正在如火如荼地展开。诚然,引导基金在大陆的发展还有很长的一段路要走。设立引导基金是政府扶持创业投资发展的一项创新举措。就大陆目前创业投资领域的现状来看,政府在其发展中还有很大的作为。引导基金这一模式无疑可以更好地提高政府资金的投资效率,充分发挥政府资金的引导放大作用,同时又能更好地活跃社会资本积极参与创业投资,从而更好地促进大陆创业投资事业的繁荣。▲

注 释

①以色列成全球吸金之王,2010-05-26, <http://news.chinaventure.com.cn/2/20100526/37294.shtml>。

②资料来源:行政院国家开发基金网站(<http://www.df.gov.tw>)和中华民国创业投资商业同业公会网站(<http://www.tvca.org.tw>)。

③2002年7月,行政院推动“挑战2008:国家发展重点计划”,鼓励民间筹募成立创投基金,政府协助配合出资30%,其余由民间负责,计划于2011年前成立100家创投基金,总基金规模达新台币1000亿元,预计带动5000家创新事业之发展,并创

造5000亿元以上资金投入及25000个就业机会之目标。

④根据《2009年中国风险投资行业调研报告》显示,2009年在中国大陆风险投资市场发生的173笔退出交易里,上市方式退出(不包括已IPO,但尚未退出的项目)的有49笔,占项目数量的28.32%,股权转让的有114笔,占65.90%,清算的有10个,占5.78%。

⑤台湾地区第二类股市场是以新兴科技产业为市场定位,以中小型高科技企业为服务对象的发行市场,作为一种低门槛、低成本的筹资渠道对促进高科技产业的发展产生极大的促进作用。目前台湾证券柜台买卖中心已成为企业融资的主要渠道,同时也是风险资本退出主要渠道。

[参考文献]

- [1]李万寿.创业资本引导基金:机理、制度与中国视野[M].中国财政经济出版社,2006.6.
- [2]刘志阳.创业资本的金融政治经济学[M].经济管理出版社,2005.4.
- [3]刘健钧.创投引导基金的平衡术[J].投资与合作,2009,(3).
- [4]刘健钧.借鉴国际经验发展我国创业投资引导基金[J].中国金融,2007,(21).
- [5]刘健钧.境外创业投资引导基金运作模式与启示[J].中国科技投资,2006,(10).
- [6]杜朝运,郑瑜.海峡西岸经济区发展创业投资引导基金研究——兼析台湾创业投资引导基金的运作模式[J].福建金融,2009,(5).
- [7]谭祖卫,胡芳日.创业投资引导基金运作模式探讨[J].中国科技投资,2008,(8).
- [8]陈伟.科技型中小企业创业投资引导基金现状[J].中国科技投资,2009,(3).
- [9]刘亮,刘碧波.政府参与和民间资本进入风险投资行业的关系研究[J].运筹与管理,2008,(10).

责任编辑:天明